

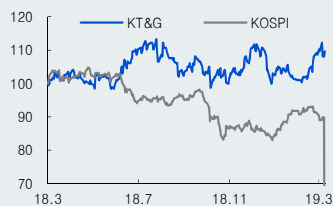
담배
 Company Report
 2019.3.15

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	135,000원
현재주가(19/03/15)	107,000원
상승여력	26%

영업이익(18F, 십억원)	1,263
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	1,232
EPS 성장률(18F, %)	-21.9
MKT EPS 성장률(18F, %)	4.7
P/E(18F, x)	15.3
MKT P/E(18F, x)	9.0
KOSPI	.00

시가총액(십억원)	14,690
발행주식수(백만주)	137
유동주식비율(%)	73.0
외국인 보유비중(%)	52.2
베타(12M) 일간수익률	0.20
52주 최저가(원)	96,000
52주 최고가(원)	110,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.8	3.4	8.1
상대주가	0.0	0.0	0.0



[F&B/Tobacco]

백운목
 02-3774-1679
 wm.baek@miraeasset.com

KT&G (033780)

KT&G를 사야 하는 이유

19년을 긍정적으로 보는 이유

첫째, 국내 담배(결련형 전자담배, 면세점 담배, 기존 일반 담배)에서의 실적 개선이다. 결련형 전자담배인 릴과 핏은 결련형 전자담배 시장의 성장, 시장점유율 상승 등으로 매출액이 60% 증가하고 영업이익률도 40%까지 상승할 전망이다. 면세점 담배는 가격 인상(일반 담배 25달러→27달러, 전자담배 35달러→37달러로 인상)으로 120~150억원 정도의 매출액 증가가 가능하다. 기존 일반 담배는 전체 시장(판매량)의 감소에도 불구하고 시장점유율이 상승하여 판매량이 소폭 하락에 그칠 것으로 본다.

둘째, 직수출의 회복과 해외 현지법인의 성장이다. 직수출은 중동/러시아/CIS 지역의 환율 상승과 담배 소비세 인상으로 18년에 38.4% 감소했다. 19년 연간 직수출은 22.7% 증가를 예상하는데, 중동/러시아/CIS 지역에서 40% 증가, 신시장(남미, 아시아, 아프리카 등) 10% 증가할 것으로 보기 때문이다. 해외 현지법인(러시아, 터키, 이란, 미국, 인도네시아의 KT&G-I, 트리삭티, MMM 등)도 미국과 인도네시아의 성장으로 매출액은 11.1% 증가할 전망이다.

셋째, 부동산 매출 증가이다. 수원 부지는 18~22년까지 5년간 개발되며 총 매출액 1.7조원, 영업이익률 40%를 예상한다. 19년에는 매출액 3,400억원, 영업이익 1,200억원으로 본다.

넷째, 높고 안정적인 배당수익률이다. 19~20년 4%의 배당수익률(주당 배당금 4,200~4,400원)이 예상된다. 투자 수요가 적어 풍부한 현금흐름이 예상되는 반면 글로벌 담배 기업보다 배당 성향이 낮아 향후 배당은 더 높아질 수 있다.

19년 1Q, 좋은 실적 예상

19년 1Q에는 수출 반등, 전자담배 매출 증가, 부동산 분양 수입 등으로 매출액 15.9% 증가, 영업이익 20.6% 증가할 전망이다. 특히, 19년 1Q 직수출은 중동/러시아/CIS 지역의 유통업체인 알로코자이(UAE 소재)가 수입을 재개하면서 28.9% 증가할 전망이다. 관세청 담배 수출 데이터 중 UAE향 수출은 18년 1~2월 1,145만달러(YoY 77.8% 감소)에서 19년 1~2월에는 2,751만달러(YoY 140.3% 증가)로 반등했다.

투자 의견 매수, 목표주가 13만 5천원

KT&G는 19년에 매출액 11.6% 증가, 영업이익 15.1% 증가하는 호실적이 예상된다. 19년은 펀더멘털 회복 시기에 해당된다. 19~20년 PER도 12~13배로 비교 가능한 담배업체(자국 매출 비중이 높고, 글로벌업체가 아닌 기업)인 인도네시아의 Gudang Garam과 HM Sampoerna, 인도의 ITC 보다 매력적이다.

또한 실적 호조, 높은 배당수익률, 국내외 경기 변동에 크게 영향을 받지 않기 때문에 경기가 부진하여도 주가의 하방 경직성이 강할 것으로 본다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	4,170	4,503	4,667	4,476	4,994	5,259
영업이익 (십억원)	1,366	1,470	1,426	1,263	1,453	1,558
영업이익률 (%)	32.8	32.6	30.6	28.2	29.1	29.6
순이익 (십억원)	1,036	1,231	1,164	909	1,074	1,156
EPS (원)	7,544	8,965	8,476	6,622	7,825	8,420
ROE (%)	17.5	18.6	15.7	11.5	12.8	12.9
P/E (배)	13.9	11.3	13.6	15.3	13.7	12.7
P/B (배)	2.2	1.9	2.0	1.7	1.6	1.5
배당수익률 (%)	3.3	3.6	3.5	3.9	3.9	4.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: KT&G, 미래에셋대우 리서치센터

중동(UAE)향 수출 회복 속도는?

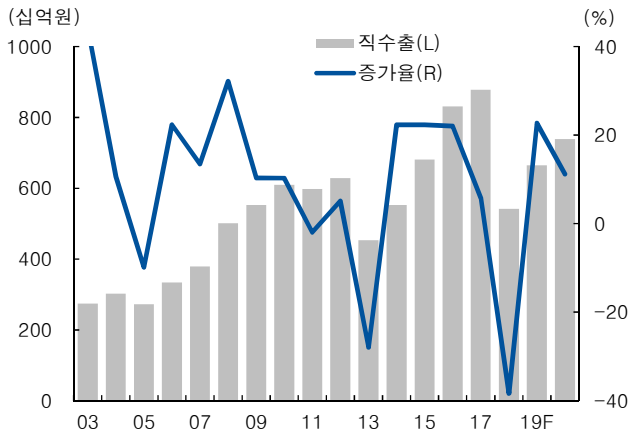
18년 KT&G의 수출은 38.4% 감소했다. 이는 한국산 담배의 UAE(UAE 소재 알로코자이가 수입하여 중동/러시아/CIS에 공급)향 수출이 59.8% 감소했기 때문이다. 이 지역에서 환율 급등과 소비세 인상이 겹쳐 유통상이 구매를 일시적으로 중단했다. 하지만, KT&G 담배의 실질 소비는 크게 감소하지 않은 것으로 본다. 19~20년은 중동/러시아/CIS 지역의 소비자가 높아진 가격에 적응하는 시기이다. 한국산 담배의 UAE향 수출은 19년 40%, 20년 45% 증가하여 정상화를 찾아가는 시기로 본다.

과거 정치적 이슈를 극복한 사례는 첫째, KT&G의 이란 수출 회복이다. 13년 미국의 이란 제재로 이란 환율이 급등하면서 한국산 담배 가격이 급등하여 유통상은 수입을 일시 중단했다. 이후 제품의 품질과 관련 없는 이슈였기에 이란 제재가 풀리면서 2년 만에 수출이 이전 수준을 회복했다.

둘째, 중국의 한한령에 의한 한국 음식료업체의 중국 매출 극복 사례이다. 17년에 과자(오리온), 라면(농심), 분유(매일유업) 등 주요 제품이 대대에서 철수 당하면서 매출액이 30% 이상 감소했다. 제품의 품질 문제가 아니었기에 18년 하반기부터 대대 회복이 이루어지고 매출액도 회복 중이다. 19년 하반기에는 라면, 분유 등 일부 품목에서 한한령 이전의 매출액으로 회복할 전망이다.

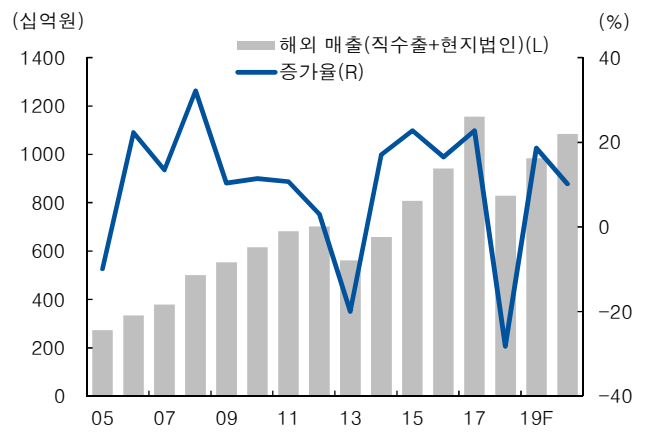
셋째, 일본 원전 사고 이후 수출 회복 사례이다. 일본의 원전 사고로 한국이 일본산 수산물 수입에 제한을 가하면서 한일 간 식품 수출입이 12~15년에 감소했다. 16년부터 회복 중이나, 정치적 이슈와 제품의 안전성(품질)이 맞물려 있어 회복에는 시간이 걸리고 있다.

그림 1. KT&G의 담배 직수출 전망



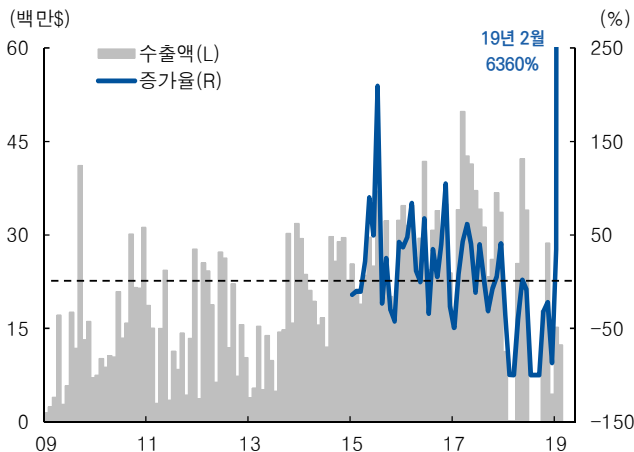
자료: KT&G, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. KT&G의 담배 해외 매출액(직수출+현지법인) 전망



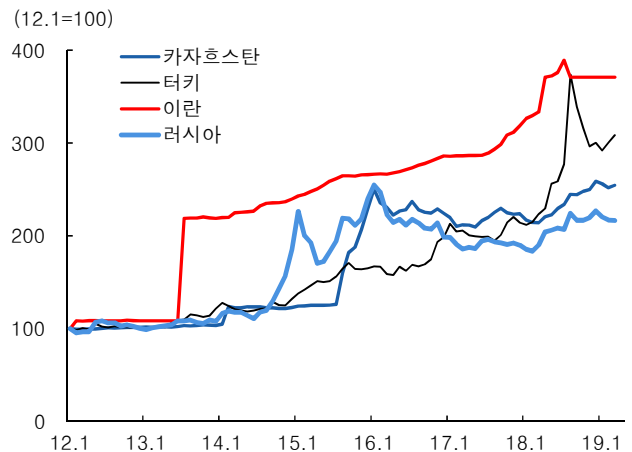
자료: KT&G, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 국내 생산 담배의 UAE(Alokozay 소재 국가)향 수출액



자료: 관세청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 주요 수출 대상국의 환율 추이



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

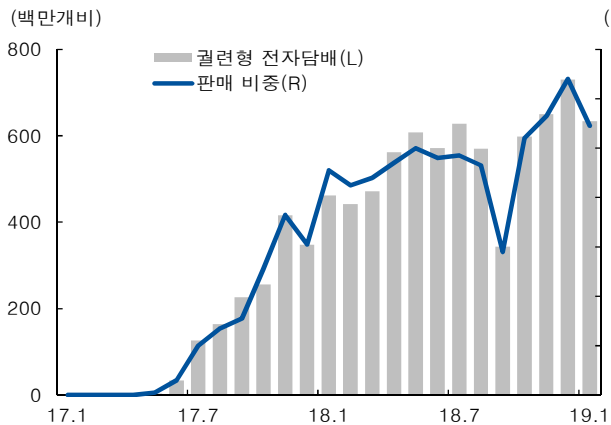
결련형 전자담배 vs 액상형 전자담배

PMI(Philip Morris International)가 17년 6월 결련형 전자담배인 IQOS(디바이스)와 히츠(전자담배)를 국내에 출시했고, KT&G도 17년말 릴(디바이스)과 핏(전자담배)을 출시했다. **18년 11월 ~19년 1월 결련형 전자 담배의 시장점유율은 11~12%로 상승했다. 19년 연간 12.1%, 20년에는 13.1%로 높아질 전망이다.** 19년 1~2월 결련형 전자담배의 시장점유율은 KT&G 30%, 타사(PMI, BAT) 70%로 추정된다. KT&G의 점유율은 19년에 30.1%, 20년에 36.2%로 상승할 전망이다.

KT&G의 결련형 전자담배는 18년 6~8월에 고속 생산 설비를 도입하면서 물량 부족 상황이 해결됐고, 전국 편의점에 입점하면서 영업이익이 흑자로 전환했다. 19년 1Q에는 일반 담배의 영업이익률(약 40%)까지 상승할 것으로 본다. 결련형 전자담배는 판매단가(일반 담배보다 340원 높음)와 갑당 제조원가(생산 설비 안정화, 생산 수량 증가 등)를 고려하면 **19년 하반기에는 일반 담배보다 영업이익률이 더 높아질 전망이다.**

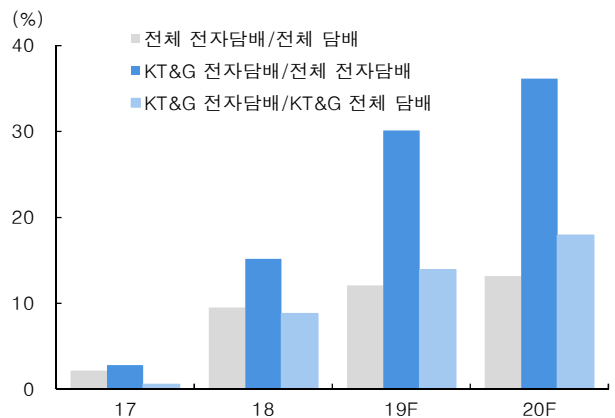
미국의 줄랩스(Juul Labs)의 액상형 전자담배인 줄(Juul)이 아시아에서는 최초로 한국에 진출할 전망이다. 줄은 미국 전자담배 시장의 72%를 차지하고 있고, 미국뿐 아니라 캐나다/영국/러시아 등 9개국에 진출해 있다. 결련형 전자담배의 출시 때와 마찬가지로 줄의 출시는 국내 담배 시장에 영향을 줄 전망이다. 하지만, **줄의 현재 니코틴 함량 비중이 3~5%인데, 국내에 들어오려면 2% 이하로 낮추어야 한다.** 이 경우 맛이 달라질 수 있다. 또한 온라인 판매 여부, 세금 이슈, KT&G의 대응, 결련형 전자담배 소비자의 디바이스 교체 비용 등을 고려하면 영향이 예상보다 적을 수도 있다.

그림 5. 결련형 전자담배의 판매량 및 시장 비중 추이



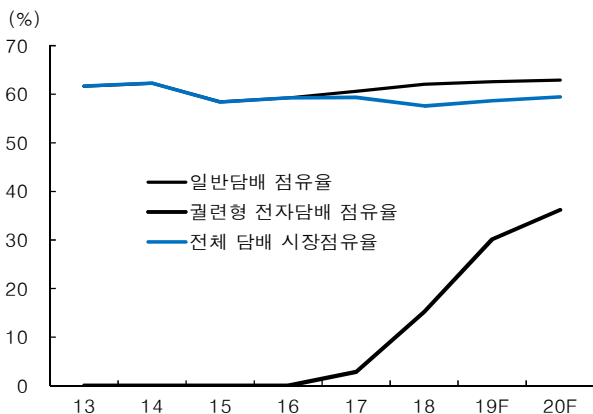
자료: 기획재정부, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. KT&G의 결련형 전자담배의 점유율 전망



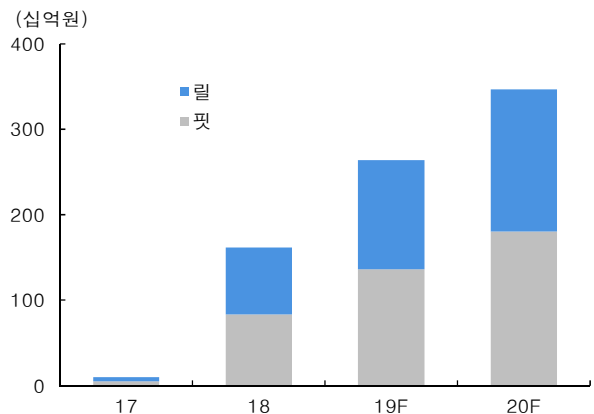
자료: KT&G, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. KT&G의 담배 점유율 전망



자료: KT&G, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. KT&G의 릴 및 핏의 매출액 전망



자료: KT&G, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. KT&G의 19년 1Q 실적 예상

(십억원, %)

	1Q18	4Q18	1Q19F		증감률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,068	1,106	1,237	1,207	15.9	11.9
영업이익	311	272	375	368	20.6	38.0
세전이익	360	236	399	395	11.0	69.6
순이익	249	135	283	281	13.7	109.8
영업이익률	29.2	24.6	30.3	30.5	-	-
순이익률	23.3	12.2	22.9	23.3	-	-

자료: KT&G, Quantwise, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. KT&G의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	18				19F				17	18	19F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	연간	연간	연간
매출액	1,068	1,120	1,183	1,106	1,237	1,214	1,372	1,171	4,667	4,476	4,994
영업이익	311	323	357	272	375	357	435	287	1,426	1,263	1,453
세전이익	360	379	358	236	399	363	442	304	1,346	1,331	1,508
순이익	249	267	259	135	283	259	316	217	1,164	909	1,074
영업이익률	29.2	28.8	30.2	24.6	30.3	29.4	31.7	24.5	30.6	28.2	29.1
순이익률	23.3	23.8	21.9	12.2	22.9	21.3	23.0	18.5	24.9	20.3	21.5
매출액증가율	-9.4	-3.6	-7.5	5.5	15.9	8.4	16.0	5.9	3.6	-4.1	11.6
영업이익증가율	-21.3	-16.4	-15.4	22.1	20.6	10.5	21.8	5.3	-3.0	-11.4	15.1
세전이익증가율	8.4	-4.0	-17.5	26.1	11.0	-4.1	23.7	28.9	-15.2	-1.1	13.3
순이익증가율	6.1	-2.8	-15.9	-61.2	13.7	-2.9	21.9	60.7	-5.5	-21.9	18.2

자료: KT&G, 미래에셋대우 리서치센터

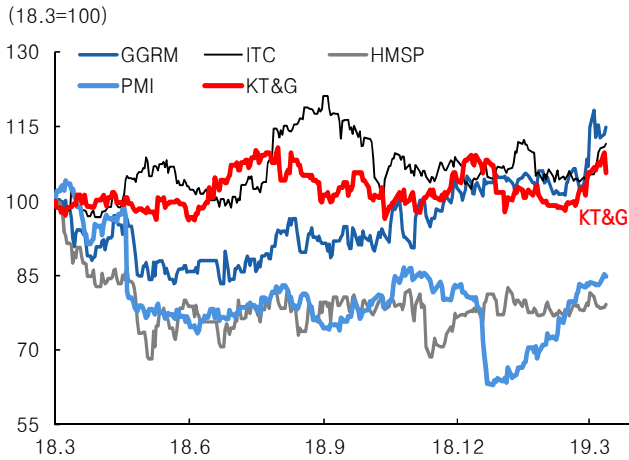
표 3. KT&G의 19~20년 수익예상 변경

(십억원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	19F	20F	19F	20F	19F	20F	
매출액	5,025	5,286	4,994	5,259	-0.6	-0.5	
영업이익	1,455	1,532	1,453	1,558	-0.1	1.7	
세전이익	1,506	1,601	1,508	1,628	0.2	1.7	
순이익	1,073	1,156	1,074	1,156	0.2	0.0	
영업이익률	29.0	29.0	29.1	29.6	-	-	
순이익률	21.3	21.9	21.5	22.0	-	-	

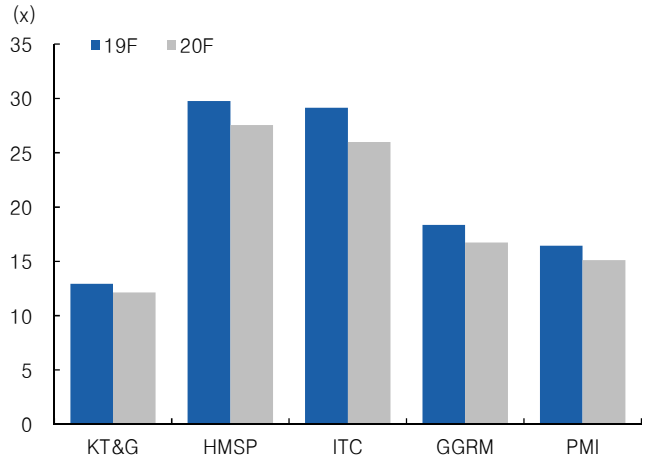
자료: KT&G, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. KT&G와 글로벌 주요 담배업체의 주가 추이



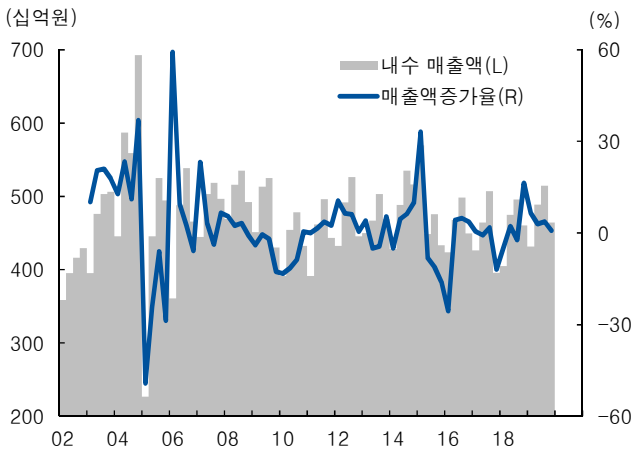
주: HMSP=Sampoerna, GGRM=Gudang Garam, PMI=Philip Morris International, 자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. KT&G와 글로벌 주요 담배업체의 PER 비교



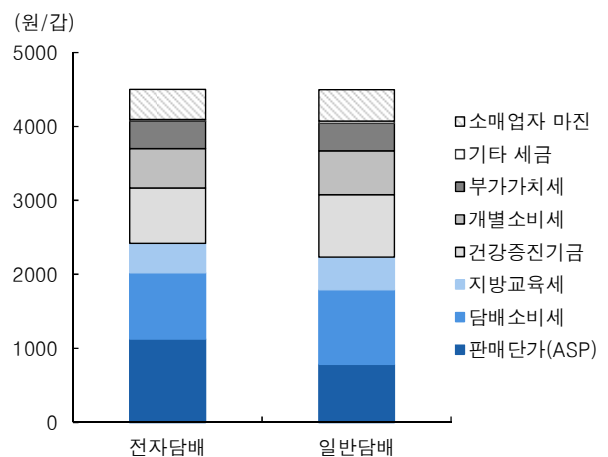
주: HMSP=Sampoerna, GGRM=Gudang Garam, PMI=Philip Morris International, 자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. KT&G의 내수 담배 매출액 전망



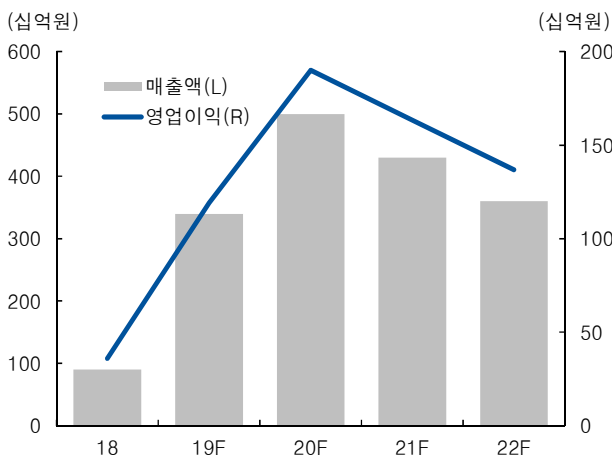
자료: KT&G, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 전자담배와 일반 담배의 판매단가(ASP) 차이



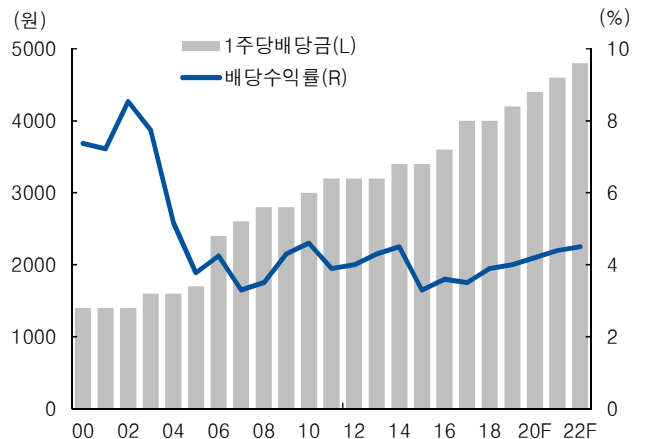
주: 판매가격(ASP)은 제조원가, 인건비, 판매비, 영업마진 등이 모두 포함된 실제 판매가격 자료: KT&G, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. KT&G의 부동산(수원 부지) 분양 수입 전망



자료: KT&G, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. KT&G의 주당배당금 및 배당수익률



자료: KT&G, 미래에셋대우 리서치센터

KT&G (033780)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	4,667	4,476	4,994	5,259
매출원가	1,909	1,850	2,057	2,152
매출총이익	2,758	2,626	2,937	3,107
판매비와관리비	1,332	1,363	1,483	1,549
조정영업이익	1,426	1,263	1,453	1,558
영업이익	1,426	1,263	1,453	1,558
비영업손익	-80	68	55	70
금융손익	35	17	19	40
관계기업등 투자손익	6	1	0	0
세전계속사업손익	1,346	1,331	1,508	1,628
계속사업법인세비용	181	425	437	475
계속사업이익	1,164	906	1,071	1,152
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,164	906	1,071	1,152
지배주주	1,164	909	1,074	1,156
비지배주주	0	-3	-3	-4
총포괄이익	1,212	885	1,071	1,152
지배주주	1,208	888	1,077	1,159
비지배주주	4	-3	-6	-6
EBITDA	1,587	1,412	1,613	1,732
FCF	822	2,524	781	858
EBITDA 마진율 (%)	34.0	31.5	32.3	32.9
영업이익률 (%)	30.6	28.2	29.1	29.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	24.9	20.3	21.5	22.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	6,585	6,592	7,044	7,606
현금 및 현금성자산	1,230	1,036	1,230	1,483
매출채권 및 기타채권	1,056	1,077	1,141	1,201
재고자산	2,317	2,387	2,459	2,589
기타유동자산	1,982	2,092	2,214	2,333
비유동자산	3,391	3,696	3,943	4,111
관계기업투자등	51	54	57	60
유형자산	1,757	1,734	1,909	2,018
무형자산	85	86	93	89
자산총계	9,976	10,288	10,987	11,717
유동부채	1,803	1,757	1,865	1,959
매입채무 및 기타채무	132	137	145	153
단기금융부채	178	98	108	108
기타유동부채	1,493	1,522	1,612	1,698
비유동부채	343	369	394	409
장기금융부채	101	113	123	123
기타비유동부채	242	256	271	286
부채총계	2,146	2,126	2,260	2,367
지배주주지분	7,772	8,106	8,676	9,301
자본금	955	955	955	955
자본잉여금	484	484	484	484
이익잉여금	6,745	7,136	7,705	8,331
비지배주주지분	58	55	51	48
자본총계	7,830	8,161	8,727	9,349

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,140	2,880	1,111	1,138
당기순이익	1,164	906	1,071	1,152
비현금수익비용가감	523	525	524	568
유형자산감가상각비	156	145	156	171
무형자산상각비	5	4	4	4
기타	362	376	364	393
영업활동으로인한자산및부채의변동	-152	1,810	-47	-107
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	124	-52	-62	-60
재고자산 감소(증가)	-78	-86	-72	-131
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-85	25	4	4
법인세납부	-395	-361	-437	-475
투자활동으로 인한 현금흐름	-330	-2,962	-422	-344
유형자산처분(취득)	-314	-333	-330	-280
무형자산감소(증가)	-5	-5	-10	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-3	-125	-161	-154
기타투자활동	-8	-2,499	79	90
재무활동으로 인한 현금흐름	-434	-113	-492	-538
장단기금융부채의 증가(감소)	17	-68	20	0
자본의 증가(감소)	-26	0	0	0
배당금의 지급	-460	-460	-505	-530
기타재무활동	35	415	-7	-8
현금의 증가	379	305	194	253
기초현금	851	1,230	1,036	1,230
기말현금	1,230	1,036	1,230	1,483

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	13.6	15.3	13.7	12.7
P/CF (x)	9.4	9.7	9.2	8.5
P/B (x)	2.0	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA (x)	8.4	8.1	7.4	6.7
EPS (원)	8,476	6,622	7,825	8,420
CFPS (원)	12,289	10,425	11,619	12,529
BPS (원)	59,000	61,436	65,583	70,140
DPS (원)	4,000	4,000	4,200	4,400
배당성향 (%)	43.4	55.7	49.5	48.2
배당수익률 (%)	3.5	3.9	3.9	4.1
매출액증가율 (%)	3.6	-4.1	11.6	5.3
EBITDA증가율 (%)	-2.5	-11.0	14.2	7.4
조정영업이익증가율 (%)	-3.0	-11.4	15.0	7.2
EPS증가율 (%)	-5.5	-21.9	18.2	7.6
매출채권 회전을 (회)	4.3	4.3	4.6	4.6
재고자산 회전을 (회)	2.0	1.9	2.1	2.1
매입채무 회전을 (회)	22.9	29.0	31.1	30.8
ROA (%)	11.8	8.9	10.1	10.2
ROE (%)	15.7	11.5	12.8	12.9
ROIC (%)	30.8	20.7	24.0	24.3
부채비율 (%)	27.4	26.1	25.9	25.3
유동비율 (%)	365.2	375.1	377.6	388.3
순차입금/자기자본 (%)	-32.4	-30.6	-31.7	-33.3
조정영업이익/금융비용 (x)	166.3	197.5	201.4	206.6

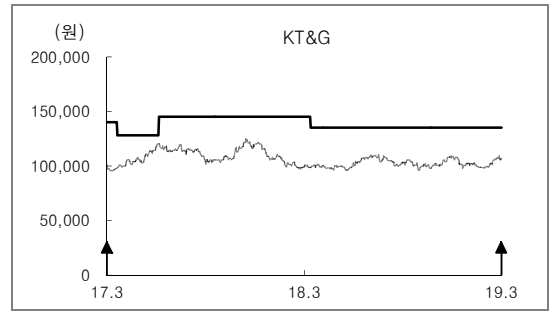
자료: KT&G, 미래에셋대우 리서치센터

KT&G

KT&G를 사야 하는 이유

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
KT&G(033780)				
2018.03.27	매수	135,000	-	-
2017.06.19	매수	145,000	-23.89	-13.79
2017.04.03	매수	128,000	-16.87	-6.25
2016.10.27	매수	140,000	-26.81	-19.29



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(-), 목표주가(━), Not covered(□)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
81.28%	9.63%	9.09%	0.00%

* 2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 KT&G(을) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.